

	Oct. 2025	Oct. 2025
Solvencia	BBB+py	BBB+py
Tendencia	Estable	Estable

* Detalle de calificaciones en Anexo

INDICADORES RELEVANTES ⁽¹⁾			
	2023	2024	Jun.25*
Ingresos	79.109	56.183	39.121
Ebitda	15.577	-3.910	5.363
Deuda Financiera	128.698	144.851	196.646
Deuda Financiera Aj.	94.651	120.153	163.324
Margen Ebitda	19,7%	-7,0%	13,7%
Endeudamiento Total	1,6	2,3	2,8
Endeudamiento Financiero	1,4	2,0	2,4
Endeudamiento Financiero Aj.	1,0	1,6	2,0
Ebitda / Gastos Financieros	2,0	-0,3	-0,1
Deuda Financiera Neta / Ebitda	7,3	-35,5	-224,5
Deuda Financiera Neta Aj / Ebitda	5,1	-29,2	-178,1
FCNO / Deuda Financiera	1,7%	6,4%	10,7%

(*) Mayor detalle en anexo.

PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Fijación tarifaria regulada por el Estado					
Sensibilidad a los ciclos económicos					
Exposición a cambio en la estructura de representación, pero con de renovación de marcas					
Intensiva en capital de trabajo dada su exposición al Estado					
Manejo de inventario con altas necesidades de financiamiento					
Diversificación por tipo de canal de venta, pero con alta concentración en clientes					
Amplio portafolio de marcas					
Diversificación de ingresos por producto					
Posición de mercado					

POSICIÓN FINANCIERA: INTERMEDIA					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Generación de flujos					
Liquidez					
Endeudamiento					
Coberturas					

Analista: Felipe Pantoja
Felipe.Pantoja@feller-rate.com

FUNDAMENTOS

La calificación "BBB+py" asignada a la solvencia y al programa de bonos de Comfar S.A.C.I. (Comfar) refleja un perfil de negocios calificado en "Adecuado" y una posición financiera categorizada en "Intermedia".

Comfar mantiene un modelo de negocio asociado a la producción propia, importación y representación de marcas internacionales, con diversificación hacia nuevos segmentos dentro del rubro farmacéutico y de consumo.

Al primer semestre de 2025, los ingresos de Comfar mostraron una recuperación, alcanzando Gs. 39.121 millones, lo que representó un avance interanual de 57,1%, explicado principalmente por el crecimiento en ventas nacionales (+65,4%) y en ventas de importados (+3,5%). En paralelo, la estructura de costos se expandió un 45,4%, con un incremento en costos operacionales (+67,0%) y en gastos de administración y ventas (+35,9%) respecto al mismo período de 2024.

A pesar de ello, la compañía logró revertir las pérdidas, generando un Ebitda de Gs. 5.363 millones, equivalente a un crecimiento del 146,9% interanual. En consecuencia, el margen Ebitda se situó en 13,7%, en línea con los niveles observados en 2022 y 2023 (promedio 15,8%).

Comfar mantuvo bajos niveles de deuda financiera hasta 2021. Sin embargo, a partir de ese año, en el marco de su plan estratégico y considerando las necesidades de financiamiento de capital de trabajo, junto con las inversiones destinadas a la construcción de su nueva planta, la compañía optó por un esquema de financiamiento mixto. Este incluyó la emisión de deuda financiera, bonos corporativos, créditos bancarios y el aporte de flujos generados por la operación.

En consecuencia, los pasivos financieros se incrementaron de Gs. 12.051 millones en 2019 a Gs. 128.698 millones en 2023, alcanzando los Gs. 144.851 millones a fines de 2024. Esta tendencia se intensificó durante la primera mitad de 2025, cuando la deuda se situó en Gs. 196.646 millones, constituyendo un máximo histórico para la entidad.

En términos de base patrimonial, esta ha tenido una tendencia dispar manteniendo un promedio de Gs. 91.877 millones entre 2019 y 2023, debido a que gran parte de las utilidades obtenidas durante cada periodo eran retiradas a través de dividendos. Durante 2024 se registró una relevante baja hasta los Gs. 74.019 millones debido a las pérdidas del periodo (Gs. 16.738 millones) y el pago de dividendos (Gs. 1.086 millones). A junio del presente año la base patrimonial se situó en los Gs. 80.355 millones, monto coherente con las ganancias acumuladas.

Los efectos antes mencionados generaron que el leverage financiero tras mantenerse por bajo de las 0,5 veces entre 2019 y 2022, evidenciara un crecimiento hasta las 2,4 veces a junio de 2025 (2,0 veces a fines de 2024). En esta misma línea, el leverage financiero ajustado (descontando intereses no corrientes) se incrementó hasta las 2,0 veces al primer semestre de 2025 (1,6 veces a diciembre de 2024).

Los indicadores de cobertura se encuentran acorde con los rangos esperados para una categoría "intermedia", considerando los niveles de actividad de la compañía, evolución de la deuda financiera, plan de inversiones y necesidades de capital de trabajo.

En particular, al primer semestre de 2025, los indicadores de cobertura evidencian cierta recuperación en concordancia con su mejora en la generación de Ebitda. Ello, considerando una anualización simple de doce meses sobre la generación, dado los eventos de una vez ocurridos el segundo trimestre de 2024, el ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado se situó en las 11,9 veces y la cobertura de Ebitda ajustado sobre gastos financieros en las 0,7 veces.

Al primer trimestre de 2025, la compañía mantiene una posición de liquidez calificada como "Ajustada" por Feller Rate. Ello, en consideración a un nivel de caja y equivalentes por Gs. 35.347 millones y una generación de flujos anualizada por Gs 21.123 millones. Ello, en comparación con vencimientos de deuda financiera ajustada en el corto plazo por Gs. 35.693 millones, que corresponden a préstamos bancarios con entidades locales.

Además, considera los flujos provenientes de la venta de marcas que serán utilizados para disminuir los niveles de deuda financiera, en conjunto con las necesidades asociadas al funcionamiento de su nueva planta, que serán financiadas mediante emisiones de bonos corporativos y generación propia. A su vez, se incorpora el no reparto de dividendos para los próximos años.

TENDENCIA: ESTABLE

ESCENARIO BASE: Feller Rate incorpora que la entidad enfrentará un desafío relevante en los próximos periodos, considerando la exigencia de rentabilización del plan de inversiones ejecutado en los últimos años, el cual generó una modificación significativa a la estructura financiera de la compañía, con un nivel de endeudamiento por sobre sus rangos históricos y un impacto transitorio en sus métricas crediticias durante la fase de construcción.

En este contexto, se espera que, en la medida en que el plan estratégico comience a generar retornos, la entidad registre mejoras en sus resultados e indicadores crediticios, avanzando hacia una mayor estabilidad en el mediano plazo. Esto incorpora en el corto plazo la venta de marcas con contrato de compraventa ya firmados que permitirán generar una liquidez adicional, sumado a una mayor estabilidad relativa.

De acuerdo con las proyecciones de Feller Rate, el indicador deuda financiera neta / Ebitda podría alcanzar un nivel máximo cercano a 17 veces en 2025, para posteriormente disminuir de manera progresiva hasta ubicarse en torno a 4 veces en 2027. Si bien estas presiones serían de carácter transitorio, se estima que los indicadores retornarían a valores consistentes con los rangos observados en periodos previos.

ESCENARIO AL ALZA: Se considera poco probable en el corto plazo. No obstante, se podría materializar si la entidad logra obtener una cantidad relevante de contratos adicionales que permita mejoras estructurales en los ratios por sobre lo esperado en el escenario base y/o en un tiempo mucho más acotado, considerando un fortalecimiento estructural en su capacidad de generación operacional.

ESCENARIO DE BAJA: Se podría dar como consecuencia de un deterioro estructural de sus indicadores crediticios o una velocidad más lenta de recuperación a la esperada en el escenario base o ante un mayor riesgo relativo proveniente de su principal negocio.

FACTORES SUBYACENTES A LA CALIFICACIÓN

PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO

- Adecuado portafolio de productos permite diversificar su fuente de ingresos.
- Participación en una industria competitiva e intensiva en capital con acotada exposición al ciclo económico.
- Producción de productos farmacéuticos que presentan una relevante demanda.
- Contratos bajo el modelo CDMO, permitiría mayores fuentes de ingresos y una relativa estabilidad en la medida de que se incorporen contratos de mediano plazo.
- Relevante plan de inversiones permitirá a la entidad obtener una sobrecapacidad en comparación a sus niveles de actividad actuales.
- Adecuado manejo de inventario.
- Importación de mercadería expone a la compañía a la fluctuación del tipo de cambio.
- Riesgo crédito asociado al Estado paraguayo, con nulas previsiones por incobrables.
- Amplios canales de distribución, no obstante, concentrados en los principales clientes.

POSICIÓN FINANCIERA: INTERMEDIA

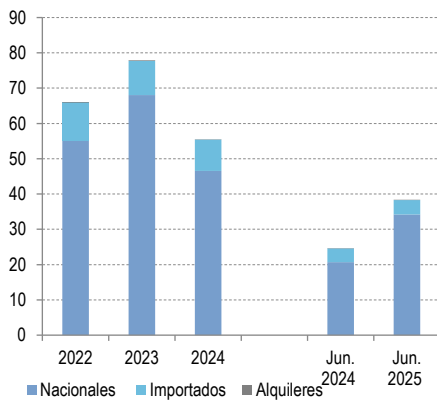
- Presiones en los resultados asociado cambios en los tiempos de licitación del estado en términos de medicamentos. No obstante, al primer trimestre se observa cierta recuperación hacia los rangos de años anteriores.
- Recuperación en los márgenes en comparación a los históricos, lo cuales deberían incrementarse en la medida de una mayor rentabilización de la nueva planta.
- Adecuada generación de flujos a pesar de las contingencias en la industria.
- Relevante plan de inversiones generó un incremento estructural en los niveles de deuda de la entidad, lo que en conjunto con presiones en su base patrimonial gatillaron en un fuerte nivel de endeudamiento financiero.
- Indicadores presionados debido al incremento estructural en los niveles de deuda y los menores resultados. No obstante, en la medida de una mayor rentabilización de sus inversiones con contratos de mediano plazo, dichos ratios financieros presentaran una tendencia hacia rangos acorde con su categoría.
- Liquidez clasificada como "Intermedia", considerando los relevantes vencimientos de corto plazo, sumado las necesidades de la puesta en marcha de su planta, entre otros factores.

ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

La Compañía es una empresa familiar perteneciente en su totalidad a Sra. Beatriz María Artaza con el 99,998%.

EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS

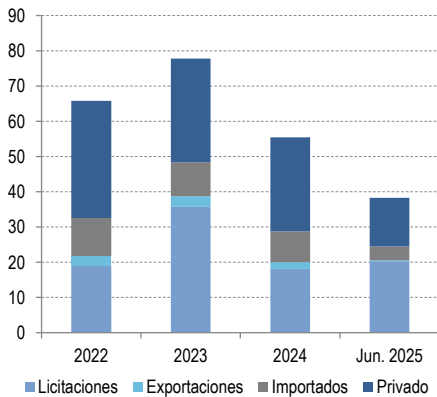
Cifras en miles de millones de guaraníes



Fuente: Información entregada por la compañía.

INGESOS POR SEGMENTO

Cifras en miles de millones de guaraníes



Fuente: Información entregada por la compañía.

PERFIL DE NEGOCIOS

ADECUADO

La compañía inició sus operaciones en 1977 bajo la razón social Comfar S.A.E.C.A., dedicada principalmente a la importación y representación de medicamentos de laboratorios internacionales. En 1980, construyó su primer laboratorio, EMPA, destinado a la elaboración de medicamentos nacionales. Actualmente, a través de este laboratorio farmacológico, la entidad es un actor relevante en la producción de medicamentos sólidos, semisólidos, líquidos internos y líquidos externos.

Parte de la estrategia de la entidad considera también la producción de medicamentos para terceros, bajo contratos de maquila, cumpliendo con las normas Good Manufacturing Practice (GMP), lo que le ha permitido posicionarse como un socio estratégico para otros laboratorios nacionales.

La compañía mantiene representación de reconocidos laboratorios internacionales y cuenta con una base de más de 2.500 clientes activos, principalmente distribuidores de medicamentos, farmacias, ópticas, librerías y supermercados.

En 2024, la planta MRA obtuvo el certificado de Buenas Prácticas de Fabricación y Control por parte del Ministerio de Salud de Uruguay, para la producción de caramelos medicinales con principios activos no segregados (sólidos orales). Este reconocimiento, emitido en el marco de la resolución GMC N.º 08/22 y del decreto del poder ejecutivo N.º 440/2016, ratifica el cumplimiento de los estándares internacionales exigidos para la industria farmacéutica.

COMPLEMENTARIEDAD DE SEGMENTO PERMITE EVIDENCIAR UNA ADECUADA DIVERSIFICACIÓN

Actualmente las operaciones de la entidad se separan en Empa que se dedica a una variedad de productos; Valdecum, bajo las marcas Angripas, Bucatos, Gesin, Bucalex, Cetovel; Paracann, Paraguay Cannabis, división de la entidad para la elaboración de productos medicinales y de consumos derivados del cannabis, bajo las marcas Prodrom y Serenum.; Universo creativo es el área de negocios de la entidad dedicada a la importación, representación y distribución de insumos asociados a la escritura, librería y regalaría con una cartera de productos que incorpora marcas como: Pelikan, Carioca, Dello, SD Inovações Gráficas y Playmobil.

El segmento de productos importados cuenta con representación y distribución de marcas internacionales como Bioderma, Hyruan ONE, Apiter, Acon, entre otras.

El área de maquila, la entidad realiza medicamentos sólidos, semisólidos, caramelos o soluciones a pedido de otras farmacéuticas bajo contratos en la modalidad maquila.

Adicionalmente, se debe señalar que la entidad cuenta con la representación de dos marcas internacionales: Bioderma a contar de 2018 para productos de dermocosmética y Alcon desde 2011 para la importación de lentes de contactos y líquidos.

Al analizar los ingresos provenientes por las distintas líneas de negocios se puede apreciar que en los últimos años la generación proveniente de ventas de importados se mantuvo entre un 12% y 17%, situándose en un 16,0% a fines de 2024.

Por su parte, las ventas de productos nacionales se han realizado en su totalidad a venta a crédito tanto para la comercialización a nivel local que mantuvo una incidencia entre el 79% y 84% en igual periodo (80,2% a diciembre de 2024) como los productos hacia el exterior promediando el 4% sobre el total (3,5% a fines de 2024).

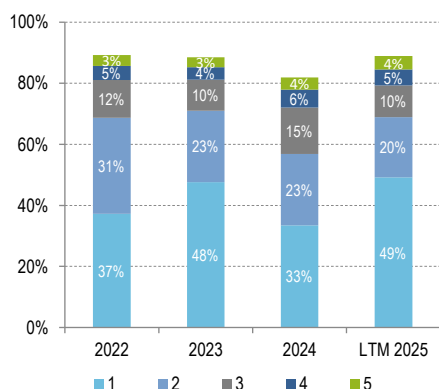
PRINCIPALES INDICADORES DE LA CARTERA DE CUENTAS POR COBRAR

	2024	Jun. 2025
Cuentas por cobrar brutas / Ingresos	64,4%	58,8%
Cartera vencida	57,7%	33,8%
Cartera en cobro	23,5%	3,8%
Gestión especial (licitaciones)	25,8%	18,0%
Cobertura cartera en cobro	0,0	0,0

Fuente: Información entregada por la compañía.

PARTICIPACIÓN DE LAS PRINCIPALES LINEAS DE NEGOCIOS

Cifras en porcentaje



Fuente: Información entregada por la compañía.

Asimismo, los principales cinco tipos de negocios de la entidad han representado por sobre e el 80% de los ingresos (81,9% a fines de 2024), estando compuesto por licitaciones (33,5% sobre el total), seguido por OTC (23,3%), OTX (15,2%), bioderma (5,9%) y óptica (4,0%).

RELEVANTE PLAN DE INVERSIONES EJECUTADO EN LOS ÚLTIMOS AÑOS, ASOCIADO A UN CAMBIO DE ESTRATEGIA

En los últimos años, la compañía ha ejecutado un plan de inversiones significativo, destacando la construcción de una nueva planta industrial en Mariano Roque Alonso, con 16.000 m² en un predio de 2 hectáreas y una inversión aproximada de US\$ 18 millones. Esta planta estará destinada a la producción de sólidos, semisólidos y soluciones.

La iniciativa está asociada a un cambio estratégico en el modelo de negocios, orientado hacia la producción con la incorporación de contratos CDMO (Contract Development and Manufacturing Organization) con socios estratégicos encargados de la comercialización, en conjunto con su modelo bajo esquema B2B. Este enfoque busca otorgar a la compañía mayor estabilidad en márgenes, predictibilidad en flujos y reducción de riesgos, gracias a contratos de mediano y largo plazo.

La nueva planta destinará su capacidad a contratos CDMO, licitaciones, Farma y exportaciones, iniciando operaciones a mediados de 2026 con un uso del 25% de la capacidad instalada. Este nivel se incrementará gradualmente hasta alcanzar un 55% en 2032, manteniendo espacio disponible para nuevas oportunidades de negocio conforme aumente la demanda.

Como parte de este cambio estratégico, la compañía inició la salida progresiva del negocio de venta directa de algunos medicamentos. En la primera mitad de 2025, la marca Bucalex fue transferida a Eurofarma Paraguay, convirtiéndose en su primera línea de medicamentos OTC (venta libre). La compañía no descarta que otras marcas sean transferidas a socios estratégicos, destinando los recursos obtenidos a financiar la operación, en particular el pago de amortización de bonos corporativos.

Este proceso implicará un ajuste temporal en los resultados, considerando la menor generación asociada a la venta directa de ciertas marcas, lo que será gradualmente compensado por los ingresos derivados de la producción CDMO.

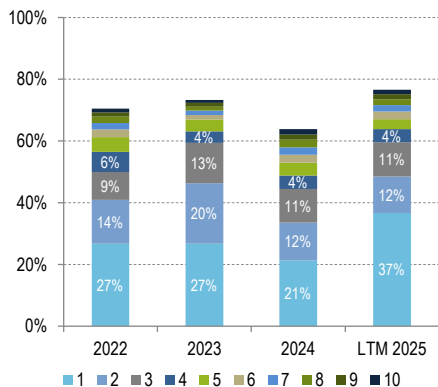
Adicionalmente, se contempla una inversión cercana a US\$ 9 millones durante la segunda mitad del presente año, destinada al capital requerido para la puesta en marcha de la nueva planta industrial.

RELEVANTE CONCENTRACIÓN EN LOS PRINCIPALES DIEZ CLIENTES, DE LOS CUALES DOS SON DEL SECTOR PÚBLICO, PUDIENDO AFECTAR LAS NECESIDADES DE CAPITAL DE TRABAJO

La sociedad desarrolla sus operaciones tanto en el sector privado como en el sector público, con una amplia cartera de clientes. Sin embargo, los diez principales clientes concentraron más del 60% de los ingresos de Comfar durante el período evaluado, alcanzando un 63,8% a fines de 2024 (frente al 73,3% en 2023). En cuanto a los cinco principales clientes, la concentración se mantuvo por sobre el 50% (52,9% en 2024).

COMPOSICIÓN DE LOS PRINCIPALES CLIENTES

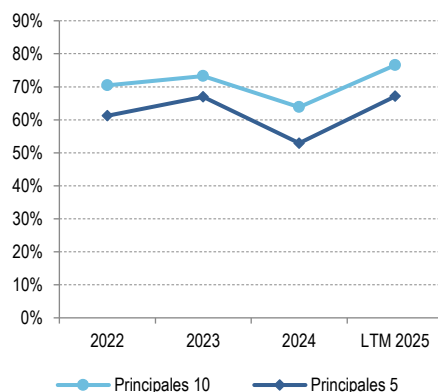
Cifras en porcentaje



Fuente: Información entregada por la compañía.

EVOLUCIÓN DE LA CONCENTRACIÓN DE LOS PRINCIPALES CLIENTES

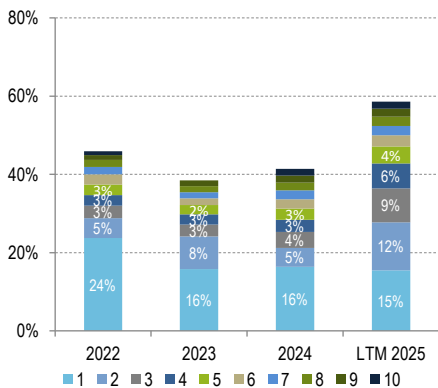
Cifras en porcentaje



Fuente: Información entregada por la compañía.

COMPOSICIÓN DE LOS PRINCIPALES PRODUCTOS

Cifras en porcentaje



Fuente: Información entregada por la compañía.

En términos de composición, el Ministerio de Salud Pública ocupó el primer lugar en los últimos tres años, con una incidencia entre 20% y 27%, situándose en 21,3% a fines de 2024. Otra entidad pública relevante es el Instituto de Previsión Social, que se ha mantenido entre el segundo y tercer lugar, con una participación entre 9% y 20% (10,9% en 2024). En conjunto, estas instituciones representaron el 32,2% de los ingresos en 2024.

Dentro del sector privado, destaca Farma, que ha ocupado la segunda y tercera posición, con una participación promedio del 13,2% (12,3% a fines de 2024). En cuarto lugar, se ubicó Cadena Farmacenter, con una incidencia entre 3% y 6% (4,3% en 2024).

Respecto a las operaciones en el sector público, cabe destacar que en Paraguay las licitaciones suelen contemplar un plazo de ejecución de hasta dos años, contado a partir de la firma del contrato. Esto responde a lo establecido en la Ley de Suministros y Contrataciones Públicas (N° 7021/22), que regula los contratos plurianuales, en los cuales cada ejercicio fiscal cuenta con su propio presupuesto aprobado por el Congreso. Por lo tanto, la ejecución de estos contratos está sujeta a la disponibilidad de créditos presupuestarios y a las asignaciones del Plan Financiero de los ejercicios fiscales siguientes.

En los últimos años las cuentas por cobrar de la entidad han mantenido una tendencia dispar promediando los Gs. 42.813 millones, situándose a junio del presente año en los Gs. 41.387 millones en términos brutos, monto un 14,3% mayor que lo obtenido al cierre del año anterior, pero por debajo de lo registrado a fines de 2023. Estos, han mantenido una incidencia sobre los ingresos anualizados por sobre el 55% en los últimos periodos situándose en un 58,8% a junio de 2025 (frente a un 64,4% en 2024).

Al analizar los créditos por venta, se puede apreciar que al primer semestre de 2025 el 33,8% se encontraba vencida alcanzando los Gs. 15.503 millones, mostrando una mejora con respecto al 57,7% registrado a fines del año anterior. Esta se encuentra compuesta en su mayoría por licitaciones en gestión especial (53,2%), seguido por cartera normal (vencida hasta los 30 días) con el 35,7%. El porcentaje restante se divide entre gestión de cobro (3,4%) y gestión de cobro judicial (7,8%).

La entidad cuenta con bajos niveles de provisiones alcanzado los Gs. 70 millones, lo cual representa un 6,6% de la cartera en cobro judicial. Además, se debe considerar que parte de sus clientes se encuentran instituciones del gobierno, por lo cual la entidad no incurre en provisiones de estos incobrables.

En cuanto a los días de cobro, bajo la metodología de Feller Rate, estos han mantenido una tendencia dispar, pero promediando los 200,4 días. A junio de 2025, dicho indicador evidenció un aumento hasta los 224,7 días (frente a los 231,6 días a fines de 2024).

Feller Rate continuará monitoreando el manejo de las cuentas por cobrar por parte de la entidad y como este puede afectar las necesidades de financiamiento de capital de trabajo, entre otros factores. Además, se pondrá énfasis en el comportamiento de pago del Estado paraguayo como de los principales clientes de la entidad.

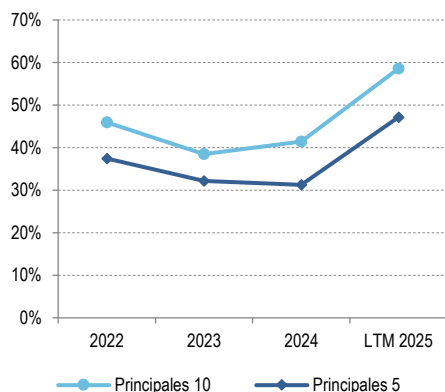
ADECUADA DIVERSIFICACIÓN POR PRODUCTOS

Durante los últimos años los diez principales productos de la compañía han promediado el 41,9% de la cartera total de productos en comparación a sus ingresos, situándose en los 41,4% a fines de 2024, mientras que los principales cinco productos han mantenido una tendencia a la baja hasta situarse en un 31,2% a diciembre de 2024 (frente a un 37,4% en 2022).

Al respecto el principal producto, Angripas Plus, ha mantenido una incidencia entre 2022 y 2024 que ha fluctuado entre un 23,7 y 15,8% (16,3% a fines de 2024), seguido por Ibuprofeno y Cridermol con participaciones por debajo del 5% en el 2024.

EVOLUCIÓN DE LA CONCENTRACIÓN DE LOS PRINCIPALES PRODUCTOS

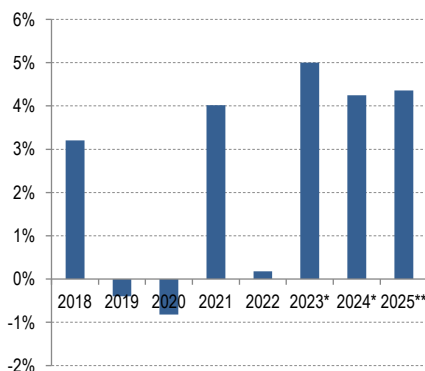
Cifras en porcentaje



Fuente: Información entregada por la compañía.

EVOLUCIÓN DEL PIB

Cifras en porcentaje



Fuente: Banco Central de Paraguay.

SENSIBILIDAD ACOTADA AL CICLO ECONÓMICO, CON ALTO POTENCIAL DE CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA

La industria farmacéutica muestra atractivas tasas de crecimiento, asociadas al incremento del ingreso per cápita, mayores expectativas de vida de la población y el desarrollo de nuevos productos y tratamientos más sofisticados, que se traducen en un creciente gasto en salud. En el caso de América Latina se prevén mayores tasas de crecimiento respecto a mercados desarrollados, como consecuencia de un potencial mayor incremento en el PIB y un gasto creciente en medicamentos derivado del acceso a nuevos tratamientos, particularmente en el segmento de enfermedades crónicas.

La industria farmacéutica presenta una baja sensibilidad a la actividad económica producto de la alta prioridad de consumo que presentan los medicamentos, evidenciando una mayor presión sobre los precios en los ciclos adversos, favoreciendo la demanda de medicamentos genéricos.

En Paraguay, la industria se ha potenciado gracias a que el Estado ha trabajado en mejorar el acceso a la atención médica para el tratamiento de diversas enfermedades, y también dado que la población ha evidenciado una mayor conciencia respecto a la importancia de la prevención y cuidado de la salud.

Esta industria se compone por empresas nacionales y extranjeras, y entre los principales competidores se encuentra El Grupo Scavone, Quimfa, Indufar, Farmacéutica Paraguaya, Index, entre otras compañías.

En cuanto a la regulación del sector, este se encuentra normado por la Dirección Nacional de Vigilancia Sanitaria (DINAVISA) -dependiente del Ministerio de Salud Pública y Bienestar Social-, organismo encargado de la aprobación y supervisión de los productos farmacéuticos que se comercializan en el país.

Adicionalmente, respecto a los productos OTC, la DINAVISA también regula y controla la publicidad o exposición de marca de medicamentos de uso humano y todo producto de uso y aplicación en medicina humana y otros como cosméticos, domisanitarios y afines.

La fijación tarifaria de los productos que la compañía distribuye se encuentra regulada, y se ajusta según la evolución del IPC y a los gastos desembolsados, no obstante, existe un tope permitido por el Ministerio de Salud. Una vez fijada la tarifa, los participantes del sector tienen la posibilidad de solicitar un aumento del precio cada 3 meses.

— BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY PREVÉ UN CRECIMIENTO ANUAL DE LA ACTIVIDAD NACIONAL DEL 4,4% PARA EL AÑO 2025

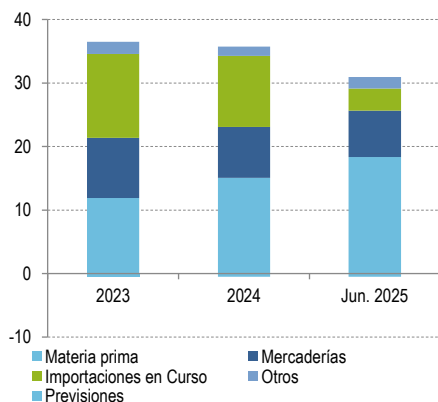
Según cifras publicadas por el Banco Central de Paraguay (BCP), durante 2024 la actividad nacional evidenció un crecimiento del 4,2% respecto del año anterior. Ello, se explica principalmente un importante crecimiento del sector servicios (4,8% anual), con un mayor aporte al crecimiento de las actividades de comercio e intermediación financiera. Adicionalmente, considera una evolución favorable tanto del sector secundario como del sector primario, los que presentaron avances anuales del 2,2% y 3,9%, respectivamente.

En igual periodo, las actividades de ganadería y agricultura presentaron un crecimiento anual del 7,3% y 2,8%, respectivamente.

Para el año 2025, en base a proyecciones del Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio de 2025, el BCP prevé una expansión de la actividad nacional del 4,4% anual, lo que implica una revisión al alza respecto del informe anterior (4,0%) debido al mayor dinamismo de los servicios, las manufacturas y la ganadería.

EVOLUCIÓN DEL INVENTARIO

Cifras en miles de millones de guaraníes



Fuente: Información entregada por la compañía.

Cabe destacar que las proyecciones del BCP se enmarcan en un escenario internacional que continúa presentando relevantes fuentes de incertidumbre, entre las que se encuentran la política económica de Estados Unidos y las tensiones geopolíticas (sobre todo en Medio Oriente). Al respecto, la implementación de nuevas barreras comerciales o la adopción de medidas de represalia podrían profundizar la desaceleración económica global y generar un impacto negativo en la demanda internacional.

En el plano local, el riesgo para el crecimiento esperado de la actividad deriva principalmente de la situación climática.

RELATIVA ESTABILIDAD EN EL INVENTARIO DURANTE LOS ÚLTIMOS PERIODOS

Un factor relevante en la industria donde participa la compañía es el manejo del capital de trabajo de sus operaciones, considerando tanto los niveles de inventario como las cuentas por cobrar y por pagar. Para ello la entidad considera una compra anual para las materias primas e insumos según la base presupuestaria, mientras que la producción se planifica de acuerdo a la estacionalidad de los productos.

En los últimos años el nivel de inventario se ha mantenido relativamente estable promediando los Gs. 33.929 millones (Gs. 35.223 millones en 2024). A junio de 2025, dicho inventario evidenció una disminución hasta los Gs. 30.453 millones, el cual estaba compuesto en términos brutos de materias primas (59,2%), seguido por mercaderías (23,6%) e importaciones (11,3%).

En relación al indicador de días de inventario, bajo el cálculo de Feller Rate, se ha mantenido durante el periodo evaluado en un promedio de 441,5 días, evidenciando un relevante crecimiento en diciembre de 2024 hasta los 613,7 días. No obstante, a junio del presente año se observó cierta normalización hasta los 428,4 días.

FACTORES ESG CONSIDERADOS EN LA CALIFICACIÓN

— AMBIENTALES

Según información enviada por la administración, la nueva planta cumplirá con las certificaciones necesarias para la producción bajo los estándares de calidad exigidos por los laboratorios internacionales.

— SOCIALES

Los principales actores sociales vinculados a la empresa son sus trabajadores. Al respecto, la compañía aplica la regulación laboral vigente de la industria en consideración al vínculo o relación laboral existente entre la entidad y sus empleados.

— GOBIERNOS CORPORATIVOS

La entidad cuenta con un directorio formalmente constituido (presidente, vicepresidente, directores titulares y suplentes, Síndicos), con sesiones regulares de directorio, síndicos o auditores internos designados para fiscalización y presentación de estados financieros auditados.

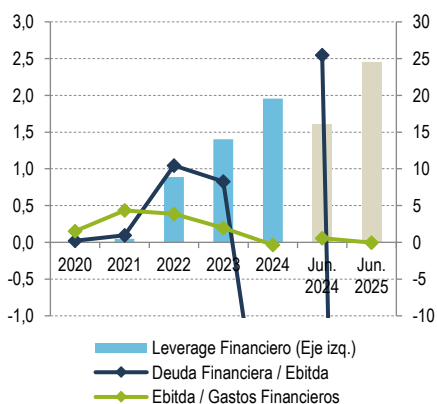
El directorio se encuentra compuesto por Beatriz Maria Artaza (presidente), Juan Bautista Fiorio (vicepresidente), Sergio León (director titular), Martín Heisecke (director suplente), Rubén Moralez (síndico titular) y Miguel Gutiérrez (síndico suplente).

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES



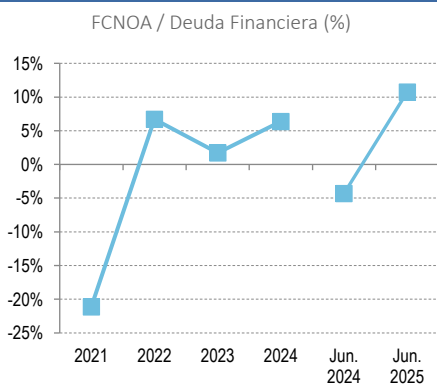
Fuente: Estados Financieros.

EVOLUCIÓN ENDEUDAMIENTO E INDICADORES DE SOLVENCIA



Fuente: Estados Financieros.

INDICADOR DE COBERTURA



Fuente: Estados Financieros e información enviada por la compañía.

POSICIÓN FINANCIERA

INTERMEDIA

RESULTADOS Y MÁRGENES:

Al primer semestre de 2025 se observa cierta recuperación en los resultados de la entidad

A pesar de pertenecer a una industria con sólidos fundamentos –caracterizada por una demanda sostenida de medicamentos y una baja exposición a los ciclos económicos– los resultados de la compañía han mostrado un desempeño dispar. Durante el período analizado, se registraron caídas en los ingresos en los años 2020 y 2024, mientras que los márgenes evidenciaron una recuperación progresiva entre 2020 y 2023.

En este contexto, los ingresos pasaron de Gs. 41.091 millones en 2020 a Gs. 79.109 millones en 2023, en línea con una mayor actividad en los principales segmentos de negocio. Sin embargo, al cierre de 2024 los ingresos se redujeron a Gs. 56.183 millones, reflejando un retroceso del 29,0% anual. Este deterioro obedeció principalmente a una menor recaudación en las líneas de negocio de licitaciones (-49,3%) -ante una menor compra por parte del Estado durante gran parte del año-, seguida por OTC (-28,0%), exportaciones (-35,1%) y fábrica (-55,8%). Dichas caídas no lograron ser compensadas por la incorporación de la línea de fabricación para terceros (+Gs. 1.463 millones), así como mayores ingresos en Bioderma (+28,6%) y OTX (+7,6%), entre otros factores.

En cuanto a la estructura de costos, los costos operacionales disminuyeron un 22,6% anual. No obstante, los gastos de administración y ventas aumentaron un 6,1%, lo que llevó a que la estructura total de costos descendiera apenas un 5,5%, por debajo de la caída en ingresos. Este incremento estuvo explicado principalmente por mayores gastos en honorarios profesionales y asesoramiento (+96,4%), sueldos y jornales (+10,5%), reparación y mantenimiento (+21,6%) y remuneraciones de directores, síndicos y consejo de vigilancia (+22,7%). Estas alzas no fueron compensadas por las disminuciones en publicidad (-35,5%) y movilidad y viáticos (-33,3%).

Como consecuencia, la generación de Ebitda registró pérdidas por Gs. 3.910 millones, en contraste con el promedio de Gs. 10.599 millones alcanzado entre 2019 y 2023. En línea con ello, el margen Ebitda, que había mostrado una tendencia creciente desde el 5,1% en 2020 hasta el 16,3% en 2023, retrocedió a -11,5% en 2024.

Al primer semestre de 2025, los ingresos de Comfar mostraron una recuperación, alcanzando Gs. 39.121 millones, lo que representó un avance interanual de 57,1%, explicado principalmente por el crecimiento en ventas nacionales (+65,4%) y en ventas de importados (+3,5%). En paralelo, la estructura de costos se expandió un 45,4%, con un incremento en costos operacionales (+67,0%) y en gastos de administración y ventas (+35,9%) respecto al mismo período de 2024.

A pesar de ello, la compañía logró revertir las pérdidas, generando un Ebitda de Gs. 5.363 millones, equivalente a un crecimiento del 146,9% interanual. En consecuencia, el margen Ebitda se situó en 13,7%, en línea con los niveles observados en 2022 y 2023 (promedio 15,8%).

En cuanto al flujo de caja, la generación de FCNOA ha mostrado un comportamiento variable, condicionado por necesidades de capital de trabajo, gestión de cobranzas y movimientos en cuentas por cobrar. Durante el período analizado, registró saldos negativos en 2019 y 2021, mientras que en los demás años promedió cerca de Gs. 9.044

millones. A fines de 2024, el FCNOA alcanzó los Gs. 9.236 millones, reflejando una recuperación en los niveles de cobro. A junio de 2025, dicho indicador se elevó a Gs. 13.128 millones, con un crecimiento interanual significativo frente a los Gs. 1.241 millones de junio de 2024, impulsado por mayores cobranzas y otros ingresos.

La capacidad de pago de la compañía, medida a través del indicador FCNOA sobre deuda financiera, ha fluctuado entre 1,7% y 6,7% en los últimos años, situándose en 6,4% a fines de 2024. Durante el primer trimestre de 2025, pese a la mayor carga financiera, este indicador aumentó a 10,7%, sustentado en la mejora de la generación operativa.

Feller Rate continuará monitoreando la evolución de las cuentas por cobrar y el cumplimiento de pagos por parte del Estado paraguayo, así como sus implicancias en los flujos operativos y las necesidades de capital de trabajo de la entidad. Adicionalmente, se espera que en los próximos períodos la compañía registre mejoras en resultados y márgenes, a medida que logre rentabilizar las inversiones realizadas bajo su nuevo modelo de negocio.

No obstante, el actual escenario presenta desafíos relevantes, que podrían generar mayores presiones a las inicialmente previstas. En este sentido, será fundamental evaluar la estrategia comercial y de gestión que adopte la compañía para determinar sus rangos estructurales de rentabilidad y actividad en el mediano plazo.

ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

Indicadores financieros presionados ante relevante inversión realizada y menores resultados. No obstante, se espera una mayor rentabilización en el mediano plazo

Comfar mantuvo bajos niveles de deuda financiera hasta 2021. Sin embargo, a partir de ese año, en el marco de su plan estratégico y considerando las necesidades de financiamiento de capital de trabajo, junto con las inversiones destinadas a la construcción de su nueva planta, la compañía optó por un esquema de financiamiento mixto. Este incluyó la emisión de deuda financiera, bonos corporativos, créditos bancarios y el aporte de flujos generados por la operación.

En consecuencia, los pasivos financieros se incrementaron de Gs. 12.051 millones en 2019 a Gs. 128.698 millones en 2023, alcanzando los Gs. 144.851 millones a fines de 2024. Esta tendencia se intensificó durante la primera mitad de 2025, cuando la deuda se situó en Gs. 196.646 millones, constituyendo un máximo histórico para la entidad.

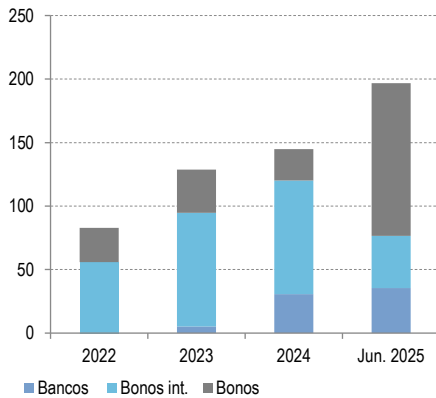
El crecimiento en los niveles de endeudamiento ha estado estrechamente vinculado a las colocaciones de bonos corporativos en el mercado local, en el marco de su programa G2, por un monto máximo autorizado de Gs. 120.000 millones. Este programa fue ejecutado en su totalidad a través de ocho series, de las cuales la serie 1 alcanzó Gs. 20.000 millones, la serie 8 correspondió a Gs. 40.000 millones, siendo última en emitirse durante 2025, mientras que las series intermedias fueron colocadas por Gs. 10.000 millones cada una, entre los años 2022 y 2024.

Actualmente, el 18,2% de la deuda se encuentra en el corto plazo, debido a que las emisiones de bonos han permitido generar un perfil de amortización más hacia el mediano plazo. Los pasivos financieros mantienen una composición concentrada en un 61,0% en bonos corporativos, seguido por un 21,0% en intereses asociados a dichos bonos y un 18,0% en créditos bancarios.

Al descontar los intereses no corrientes asociados a dichos bonos corporativos, la deuda financiera ajustada evidenció un crecimiento desde los Gs. 55.938 millones en 2022 hasta

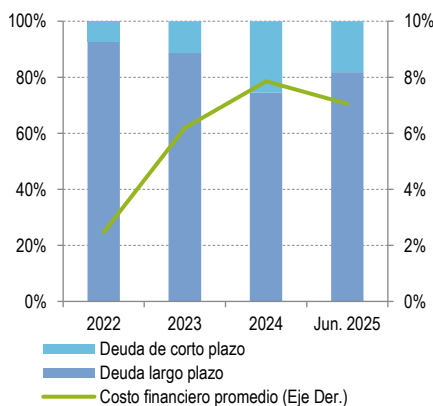
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA

Stock de deuda financiera; cifras en miles de millones de guaraníes



Fuente: Estados Financieros.

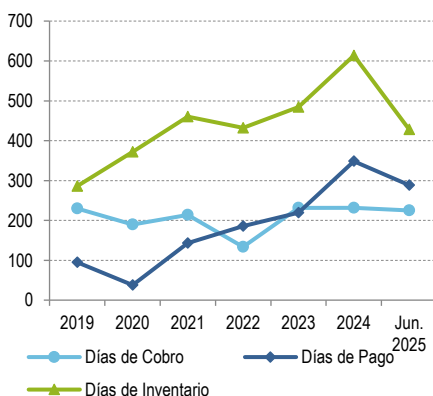
VENCIMIENTO FINANCIEROS CONCENTRADOS EN EL CORTO PLAZO



Fuente: Estados Financieros. *Costo financiero estimado por Feller Rate considerando gastos financieros en su totalidad.

EVOLUCIÓN DE LOS DÍAS DE COBRO, PAGO E INVENTARIO

Indicadores calculados bajo la metodología de Feller Rate



Fuente: Estados Financieros. Bajo los cálculos de Feller Rate.

los Gs. 163.324 millones a junio de 2025 (frente a Gs.120.153 millones a diciembre de 2024).

En términos de base patrimonial, esta ha tenido una tendencia dispar tras mantenerse en promedio de Gs. 91.877 millones entre 2019 y 2023, debido a que las utilidades obtenidas durante cada periodo eran retiradas en gran parte por dividendos. Durante 2024 se registró una relevante baja hasta los Gs. 74.019 millones debido a las pérdidas del periodo (Gs. 16.738 millones) y el pago de dividendos (Gs. 1.086 millones). A junio del presente año la base patrimonial se situó en los Gs. 80.355 millones coherente con las ganancias acumuladas.

Los efectos antes mencionados generaron que el leverage financiero tras mantenerse por bajo de las 0,5 veces entre 2019 y 2022, evidenciara un crecimiento hasta las 2,4 veces a junio de 2025 (2,0 veces a fines de 2024). En esta misma línea, el leverage financiero ajustado (descontando intereses no corrientes) se incrementó hasta las 2,0 veces al primer semestre de 2025 (1,6 veces a diciembre de 2024).

Los indicadores de cobertura se encuentran acorde con los rangos esperados para una categoría "intermedia", considerando los niveles de actividad de la compañía, evolución de la deuda financiera, plan de inversiones y necesidades de capital de trabajo.

En particular, el ratio de deuda financiera ajustada neta sobre Ebitda durante 2019 y 2023 había fluctuado entre las -3,5 veces (2020, por mayor nivel de caja en comparación a la deuda) y las 5,1 veces (2023), mientras que la cobertura de Ebitda ajustado sobre gastos financieros se ha movido entre las 17,5 veces (2019) y las 1,5 veces. A diciembre de 2024, debido a los resultados negativos en la generación de ebitda, estos indicadores presentan rangos fuera de la clasificación.

Al primer semestre de 2025, los indicadores de cobertura evidencian cierta recuperación en concordancia con su mejora en la generación de Ebitda. Ello, considerando una anualización simple de doce meses sobre la generación, dado los eventos de una vez ocurridos el segundo trimestre de 2024, el ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado se situó en las 11,9 veces y la cobertura de Ebitda ajustado sobre gastos financieros en las 0,7 veces.

Feller Rate considera que la entidad enfrentará un desafío relevante en los próximos periodos, ligado a la rentabilización del plan de inversiones ejecutado en los últimos años, el cual generó una modificación significativa en la estructura financiera de la compañía, con un nivel de endeudamiento por sobre sus rangos históricos y un impacto transitorio en sus métricas crediticias durante la fase de construcción.

En este contexto, se espera que, en la medida en que dicho plan comience a generar retornos, la entidad registre mejoras en sus resultados e indicadores crediticios, avanzando hacia una mayor estabilidad en el mediano plazo. Además, se considera la venta de marcas con contrato de compraventa ya firmados que permitirán generar una liquidez adicional, sumado a una mayor estabilidad relativa.

De acuerdo con las proyecciones de Feller Rate, el indicador deuda financiera neta / Ebitda podría alcanzar un nivel máximo cercano a 17 veces en 2025, para posteriormente disminuir de manera progresiva hasta ubicarse en torno a 4 veces en 2027. Si bien estas presiones serían de carácter transitorio, se estima que los indicadores retornarían a valores consistentes con los rangos observados en periodos previos.

LIQUIDEZ: INTERMEDIA

Al primer trimestre de 2025, la compañía mantiene una posición de liquidez calificada como "Intermedia" por Feller Rate.

Ello, en consideración a un nivel de caja y equivalentes por Gs. 35.347 millones y una generación de flujos anualizada por Gs 21.123 millones. Ello, en comparación con vencimientos de deuda financiera ajustada en el corto plazo por Gs. 35.693 millones, que corresponden a préstamos bancarios con entidades locales.

Además, considera los flujos provenientes de la venta de marcas que serán utilizados para disminuir los niveles de deuda financiera, en conjunto con las necesidades asociadas al funcionamiento de su nueva planta, que serán financiadas mediante emisiones de bonos corporativos y generación propia. A su vez, se incorpora el no reparto de dividendos para los próximos años.

NUEVOS PROGRAMAS DE EMISIÓN GLOBAL DE BONOS

Clasificada en “BBB+py/Estable”

Actualmente, la compañía se encuentra en proceso de inscripción de dos nuevos programas de emisión global de bonos corporativos, denominado PEG G3 y PEG USD2, respectivamente.

CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL DE BONOS CORPORATIVOS G3

El monto total del programa es de hasta Gs. 65.000 millones, dividido en una o más series con plazos de 365 días a 3.650 días (entre 1 y 10 años) dependiendo de la serie, con amortizaciones de capital y pago de intereses según se defina en cada serie a ser emitida dentro del marco del presente programa. A su vez, la tasa de interés será definida en el momento de dichas emisiones.

El uso de los fondos obtenidos será para Capital Operativo en concepto de pago a proveedores de los cuales ninguno es vinculado/relacionado a la empresa Gs. 5.000 millones y reestructuración de pasivos Gs. 60.000 mil millones correspondiente a la emisión de bonos PEG G2 (series 1, 2, 3 y 5) y prestamos con el Banco Continental, por Gs. 50.000 mil millones y Gs. 10.000 millones, respectivamente.

Conforme a lo establecido en el art. 58° de la Ley 5810/17 y en la resolución BVPASA N° 3.090/24, el Directorio de COMFAR S.A.E.C.A. tiene la facultad de incluir dentro de las características de una o más Series del Programa de Emisión Global, la posibilidad de realizar rescates parciales o totales de los Títulos de Deuda emitidos en las Series afectadas, en una fecha a ser determinada por el Directorio

El programa de emisión contará con una garantía quirográfica.

CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL DE BONOS CORPORATIVOS USD2

El monto total del programa es de hasta US\$ 9 millones, dividido en una o más series con plazos de 365 días a 3.650 días (entre 1 y 10 años) dependiendo de la serie, con amortizaciones de capital y pago de intereses según se defina en cada serie a ser emitida dentro del marco del presente programa. A su vez, la tasa de interés será definida en el momento de dichas emisiones.

El uso de los fondos obtenidos será para Inversión Capex US\$ 8 millones y a Capital Operativo en concepto de pago a proveedores de los cuales ninguno es vinculado/relacionado a la empresa US\$ 1 millón.

Conforme a lo establecido en el art. 58° de la Ley 5810/17 y en la resolución BVPASA N° 3.090/24, el Directorio de COMFAR S.A.E.C.A. tiene la facultad de incluir dentro de las características de una o más Series del Programa de Emisión Global, la posibilidad de realizar rescates parciales o totales de los Títulos de Deuda emitidos en las Series afectadas, en una fecha a ser determinada por el Directorio

El programa de emisión contará con una garantía quirográfica.

	Octubre 2025	Octubre 2025
Solvencia	BBB+py	BBB+py
Tendencia	Estable	Estable
PEG G2	BBB+py	BBB+py
PEG G3		BBB+py
PEG USD2		BBB+py

RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras en millones de guaraníes

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Jun. 2024*	Jun. 2025*
Ingresos Ordinarios ⁽¹⁾	70.276	41.091	48.622	65.993	79.109	56.183	24.904	39.121
Ebitda ⁽²⁾	22.917	2.108	4.481	7.910	15.577	-3.910	2.172	5.363
Resultado Operacional	21.669	609	3.000	6.205	12.873	-6.435	829	4.118
Ingresos Financieros	371	976	201	672	1.789	418	257	608
Gastos Financieros	-1.308	-1.393	-1.032	-2.043	-7.966	-11.378	-5.005	-7.501
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	19.859	2.137	2.100	3.947	6.949	-16.738	-3.181	6.336
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO) ⁽³⁾	-5.863	19.179	-905	5.544	2.219	-2.077	-3.729	5.705
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA) ⁽⁴⁾	-5.863	19.179	-905	5.544	2.219	9.236	1.241	13.128
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	-6.241	19.026	-1.294	5.237	4.008	-1.658	-829	6.313
Inversiones en Activos Fijos Netas	-1.929	-2.638	-3.832	-17.532	-27.691	-30.828	-15.994	-19.859
Inversiones en Acciones								
Flujo de Caja Libre Operacional	-8.170	16.387	-5.127	-12.295	-23.683	-32.486	-16.824	-13.547
Dividendos Pagados	-8.197	-4.716	-2.030	-1.550	-6.120	-1.087		
Flujo de Caja Disponible	-16.367	11.671	-7.157	-13.845	-29.803	-33.573	-16.824	-13.547
Movimiento en Empresas Relacionadas								
Otros Movimientos de Inversiones	3.780	2.500	-4.006	-33.434	-26.591		-9.000	
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-12.587	14.171	-11.163	-47.279	-56.394	-33.573	-25.824	-13.547
Variación de Capital Patrimonial				445	25.716	5.515		
Variación de Deudas Financieras	11.898	-11.459	3.822	50.000	35.301	25.503	20.000	11.925
Otros Movimientos de Financiamiento	-187	-86	-202	-461	-235	-691	10	-477
Financiamiento con Empresas Relacionadas								
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	-875	2.626	-7.543	2.705	4.389	-3.247	-5.814	-2.099
Caja Inicial	6.841	5.965	8.591	1.048	3.753	8.142	8.142	4.896
Caja Final	5.965	8.591	1.048	3.753	8.142	4.896	2.329	2.797
Caja y equivalentes ⁽⁵⁾	8.465	8.591	5.054	37.194	14.991	5.975	11.372	35.347
Cuentas por Cobrar Clientes	44.897	21.639	28.876	24.483	50.775	36.138	41.317	43.945
Cuentas por Cobrar a Empresas Relacionadas								
Inventario	18.059	18.808	24.204	30.582	35.973	35.233	41.443	30.453
Deuda Financiera ⁽⁶⁾	12.051	439	4.288	82.764	128.698	144.851	141.365	196.646
Deuda Financiera Ajustada ⁽⁷⁾	12.051	439	4.288	55.938	94.651	120.153	107.318	163.324
Activos Totales	114.709	95.146	105.837	190.876	238.807	241.512	248.818	302.603
Pasivos Totales	21.523	4.539	15.161	97.804	146.963	167.493	161.243	222.247
Patrimonio + Interés Minoritario	93.186	90.607	90.676	93.073	91.844	74.019	87.576	80.355

(*) Indicadores anualizados donde corresponda.

(1) Ingresos Ordinarios = Ingresos operacionales+ parte de otros ingresos.

(2) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y Depreciaciones+ parte de otros gastos.

(3) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados.

(4) Flujo de Caja Operacional, neto de variaciones en el capital de trabajo y ajustado descontando intereses pagados.

(5) Caja y equivalentes: incorpora la cuenta efectivo y equivalentes al efectivo.

(6) Deuda Financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

(6) Deuda Financiera Ajustada: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes, descontando intereses no corrientes.

PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Jun. 2024*	Jun. 2025*
Margen Bruto	67,7%	55,7%	61,0%	61,4%	66,2%	63,2%	70,5%	68,6%
Margen Operacional (%)	30,8%	1,5%	6,2%	9,4%	16,3%	-11,5%	3,3%	10,5%
Margen Ebitda (%) ⁽¹⁾	32,6%	5,1%	9,2%	12,0%	19,7%	-7,0%	8,7%	13,7%
Rentabilidad Patrimonial (%)	21,3%	2,4%	2,3%	4,2%	7,6%	-22,6%	-5,3%	-9,0%
Costo/Ventas	32,3%	44,3%	39,0%	38,6%	33,8%	36,8%	29,5%	31,4%
Gav/Ventas	36,8%	54,2%	54,9%	52,0%	50,0%	74,7%	67,2%	58,1%
Días de Cobro	230,0	189,6	213,8	133,6	231,1	231,6	247,9	224,7
Días de Pago	94,6	37,7	142,7	185,7	219,0	348,3	331,6	288,1
Días de Inventario	286,0	372,1	460,0	432,2	484,7	613,7	769,3	428,4
Endeudamiento Total	0,2	0,1	0,2	1,1	1,6	2,3	1,8	2,8
Endeudamiento Financiero	0,1	0,0	0,0	0,9	1,4	2,0	1,6	2,4
Endeudamiento Financiero Neto	0,0	-0,1	0,0	0,5	1,2	1,9	1,5	2,0
Endeudamiento Financiero Ajustado ⁽³⁾	0,1	0,0	0,0	0,6	1,0	1,6	1,2	2,0
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado ⁽³⁾	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,9	1,5	1,1	1,6
Deuda Financiera ⁽²⁾ / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	0,5	0,2	1,0	10,5	8,3	-37,1	25,5	-273,6
Deuda Financiera Neta ⁽²⁾ / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	0,5	0,2	1,0	7,1	6,1	-30,7	19,3	-227,3
Deuda Financiera Ajustada ⁽³⁾ / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	0,2	-3,9	-0,2	5,8	7,3	-35,5	23,4	-224,5
Deuda Financiera Neta Ajustada ⁽³⁾ / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	0,2	-3,9	-0,2	2,4	5,1	-29,2	17,3	-178,1
Ebitda ⁽¹⁾ / Gastos Financieros(vc)	17,5	1,5	4,3	3,9	2,0	-0,3	0,6	-0,1
FCNO / Deuda Financiera ⁽²⁾ (%)	-48,7%	4367,4%	-21,1%	6,7%	1,7%	6,4%	-4,3%	10,7%
FCNO / Deuda Financiera Neta ⁽²⁾ (%)	-163,5%	-235,3%	118,0%	12,2%	2,0%	6,7%	-4,7%	13,1%
FCNO / Deuda Financiera Ajustada ⁽³⁾ (%)	-48,7%	4367,4%	-21,1%	9,9%	2,3%	7,7%	-5,7%	12,9%
FCNO / Deuda Financiera Neta Ajustada ⁽³⁾ (%)	-163,5%	-235,3%	118,0%	29,6%	2,8%	8,1%	-6,3%	16,5%
FCNOA/ Deuda Corriente	-48,7%	4367,4%	-21,1%	93,4%	15,1%	25,0%	-22,3%	59,2%
Liquidez Corriente (vc)	3,5	12,2	4,4	5,1	3,8	1,8	2,5	2,3

(*) Indicadores anualizados donde corresponda

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y Depreciaciones+ parte de otros gastos.

(2) Deuda Financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

(3) Deuda Financiera Ajustada: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes, descontando intereses no corrientes.

CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS

EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS

Programa G2

Valor total de la emisión	126 mil millones de guaraníes
Fecha de registro	8/06/2022
Plazo de vencimiento	Desde 365 a 3.650 días y según lo especificado en el complemento de prospecto correspondiente de cada serie
Resguardos	Suficientes
Garantía	Quirografaria

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie 1	Serie 2	Serie 3	Serie 4
Al amparo de la emisión	G2	G2	G2	G2
Monto de la emisión	20 mil millones de guaraníes	10 mil millones de guaraníes	10 mil millones de guaraníes	10 mil millones de guaraníes
Plazo	1.826 días	1.820 días	2.184 días	2.548 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés Anual	11,25% anual	12,0% anual	12,25% anual	12,50% anual
Amortización de Capital	Una cuota, 19 de julio de 2027	Una cuota, 23 de noviembre de 2027	Una cuota, 21 de noviembre de 2028	Una cuota, 20 de noviembre de 2029
Conversión	No Contempla	No Contempla	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie 5	Serie 6	Serie 7	Serie 8
Al amparo de la emisión	G2	G2	G2	G2
Monto de la emisión	10 mil millones de guaraníes	10 mil millones de guaraníes	10 mil millones de guaraníes	40 mil millones de guaraníes
Plazo	1.094 días	1.820 días	2.553 días	1.095 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés Anual	11,0% anual	11,50% anual	12,0% anual	10,75% anual
Amortización de Capital	Una cuota, 4 de septiembre de 2026	Una cuota, 1 de septiembre de 2028	Una cuota, 2 de septiembre de 2030	Una cuota, 10 de marzo de 2028
Conversión	No Contempla	No Contempla	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma

NOMENCLATURA DE CALIFICACIÓN

CALIFICACIÓN DE SOLVENCIA Y TÍTULOS DE DEUDA DE LARGO PLAZO

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses, o requerimiento de convocatoria de acreedores en curso.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido para la calificación y, además, no existen garantías suficientes

A las categorías antes señaladas Feller Rate agregará el sufijo "py" para indicar que la calificación pertenece a la escala nacional de Paraguay. Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre "AA" y "B", la calificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-) para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

TÍTULOS DE DEUDA DE CORTO PLAZO

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para calificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la calificación y, además, no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con calificaciones en "Nivel 1", Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con calificación desde "Nivel 1" hasta "Nivel 3" se consideran como "grado inversión"; al tiempo que los calificados en "Nivel 4", como "no grado inversión" o "grado especulativo".

ACCIONES

- Categoría I: Títulos accionarios cuyo emisor presenta el más alto nivel de solvencia y muy buena capacidad de generación de utilidades.
- Categoría II: Títulos accionarios cuyo emisor presenta un alto nivel de solvencia y buena capacidad de generación de utilidades.
- Categoría III: Títulos accionarios cuyo emisor presenta un buen nivel de solvencia y aceptable capacidad de generación de utilidades.
- Categoría IV: Títulos accionarios cuyo emisor presenta una solvencia ligeramente inferior al nivel de la Categoría III y débil capacidad de generación de utilidades.
- Categoría V: Títulos accionarios cuyo emisor presenta una débil situación de solvencia e incierta capacidad de generación de utilidades.
- Categoría VI: Títulos accionarios cuyo emisor no posee información representativa para el periodo mínimo exigido para la calificación, es decir, sin información suficiente.

TENDENCIA

Feller Rate asigna "Tendencia" de la calificación como una opinión sobre el comportamiento de la calificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La calificadora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, la tendencia no implica necesariamente un futuro cambio en las calificaciones asignadas a la empresa.

- FUERTE (+): La calificación puede subir.
- ESTABLE: La calificación probablemente no cambie.
- SENSIBLE (-): La calificación puede bajar.

CREDITWATCH

Un "Creditwatch" señala la dirección potencial de una calificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Una calificación aparece en "Creditwatch" cuando se produce un hecho de este tipo o una desviación de la tendencia esperada, requiriéndose, por tanto, de antecedentes adicionales para revisar la calificación vigente. El que una calificación se encuentre en "Creditwatch" no significa que su modificación sea inevitable.

Las calificaciones colocadas en "Creditwatch" pueden tener una calificación "Fuerte (+)" o "Sensible (-)". La designación "Fuerte (+)" significa que la calificación puede subir y "Sensible (-)" que puede bajar.

- CW "Fuerte (+)": la calificación puede subir.
- CW "Sensible (-)": la calificación puede bajar.

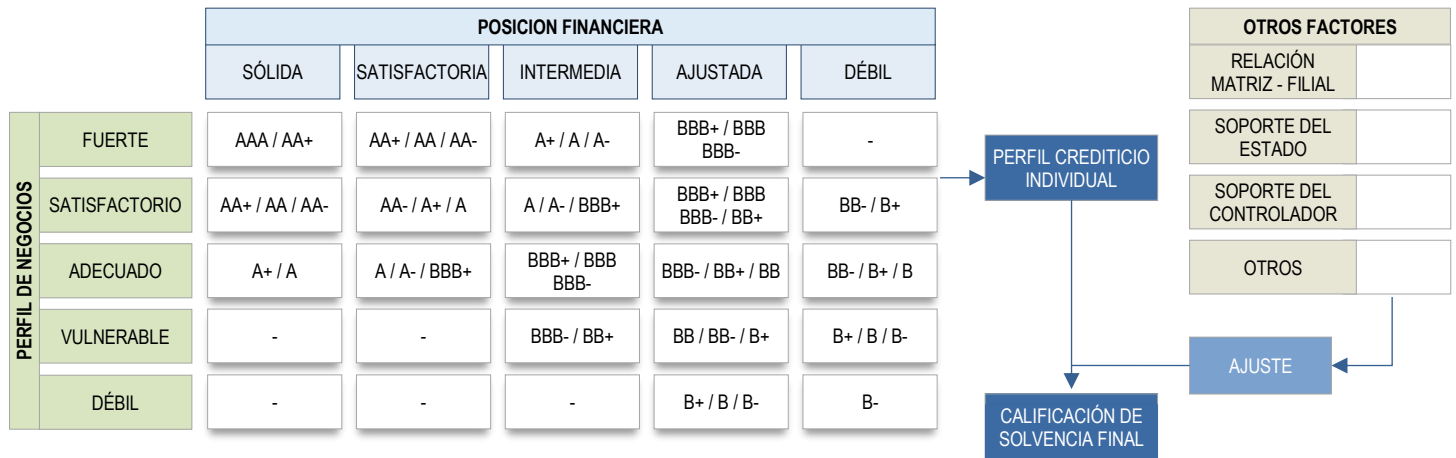
DESCRIPTORES DE LIQUIDEZ

- Robusta: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- Satisfactoria: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.

- Suficiente: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Ajustada: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Insuficiente: La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

MATRIZ DE RIESGO CREDITICIO INDIVIDUAL Y CALIFICACIÓN FINAL

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocios y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar. Pueden existir factores o coyunturas que impliquen desviaciones, en un sentido u otro, desde las categorías indicadas por la matriz.



- Felipe Pantoja - Analista principal
- Esteban Sánchez- Analista secundario
- Nicolás Martorell - Director Senior

Conforme a las regulaciones vigentes de rigor, se informa lo siguiente:

Fecha de calificación: 20 de octubre de 2025.

Tipo de reporte: Nuevo Emisor.

Estados Financieros referidos al 30.06.2025.

Calificadora: Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda.

www.feller-rate.com.py

Av. Brasilia 236 c/José Berges, Asunción, Paraguay

Tel: (595) 21 200633 // Fax: (595) 21 200633 // Email: info@feller-rate.com.py

Entidad	Calificación Local	
Comfar S..A.C.I.	Solvencia	BBB+py
	Bonos G2	BBB+py
	Bonos G3	BBB+py
	Bonos USD2	BBB+py
	Tendencia	Estable

NOTA: La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión y su emisor.

Mayor información sobre esta calificación en: www.feller-rate.com.py

METODOLOGÍA Y PROCEDIMIENTO DE CALIFICACIÓN

La metodología de calificación para corporaciones está disponible en <http://www.feller-rate.com/py/docs/pymetcorpo.pdf>

En tanto, el procedimiento de calificación podrá encontrarlo en <http://www.feller-rate.com/py/docs/pyproceso.pdf>

NOMENCLATURA

Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía. Para mayor información sobre el significado detallado de todas las categorías de calificación visite <https://www.feller-rate.com/clasificacion/nomenclatura/PY>

DESCRIPCIÓN GENERAL DE LA INFORMACIÓN EMPLEADA EN EL PROCESO DE CALIFICACIÓN

La evaluación practicada por Feller Rate se realizó sobre la base de un análisis de la información pública de la compañía y de aquella provista voluntariamente por ella. Específicamente, en este caso se consideró la siguiente información:

- Administración y estructura organizacional
- Propiedad
- Características de los negocios e industria en la que se desenvuelve el emisor.
- Informes de control
- Características de la cartera de créditos (evolución)
- Tecnología y operaciones
- Información financiera (evolución)

También incluyó reuniones con la administración superior y con unidades comerciales, operativas, de riesgo y control. Cabe mencionar, que no es responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de los antecedentes.

p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN

MARÍA BETSABÉ WEIL

p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN

ESTEBAN PEÑAILILLO

p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN

Los informes de calificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información.

La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión y su emisor. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión Nacional de Valores o al Banco Central del Paraguay, y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma.